

### 3.18. КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СТОИМОСТИ И КАЧЕСТВА ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЙ

Ревуцкий Л.Д., к.т.н., с.н.с., консультант по вопросам управленческого аудита и оценки производственной мощности, уровня экономического развития и стоимости предприятий

Приведены семь ключевых показателей стоимости и три ключевых аналитических показателя экономического и социального качества обыкновенных акций акционерных обществ (предприятий, компаний).

Особое внимание уделено методам определения экономической и социально справедливой рыночной стоимости акций компаний и оценки размаха колебаний котировок акций на фондовых биржах.

Предлагается разработать и принять меры, направленные на ограничение возможностей крупных спекуляций на рынках акций.

Ключевых показателей стоимости и экономического качества обыкновенных (простых, ординарных) голосящих акций предприятий, а точнее – компаний, не так уж много, но они есть. Ниже приведены и кратко рассматриваются те из них, которые представляют наибольший интерес для всех участников рынка ценных бумаг, и прежде всего для учредителей акционерных обществ (АО), частных акционеров, инвесторов, брокеров, трейдеров, для портфельных инвесторов, инвестиционных компаний, паевых инвестиционных фондов, банков и других кредитных организаций, пенсионных фондов, страховых компаний, венчурных фондов, управляющих и трастовых компаний, аудиторских, консультационных и оценочных фирм, кредитных и рейтинговых бюро и т.д.

Если исходить из гипотезы, что стоимость чего-либо – это расчетная величина денежной меры обменной ценности того или иного предмета, а цена – это твердая или договорная сумма платы за то, что продано и куплено за деньги, то показатели стоимости и цены акций в подавляющем большинстве случаев по величине оказываются одинаковыми, поэтому употребление обоих терминов применительно к акциям, как правило, представляется допустимым. Судя по соответствующим статьям и материалам в имеющихся экономических и специальных словарях, а также в монографиях, учебниках, учебных пособиях и в Интернете, частота использования терминов «стоимость» и «цена» в отношении акций предприятий примерно одна и та же, и с этим приходится считаться.

#### 1. Номинальная (лицевая, нарицательная) стоимость (номинал) акций

Представляет собой единичную долю уставного (собственного акционерного) капитала АО, выпустившего данные акции в обращение. Номинальная стоимость акций указывается при регистрации их эмиссии или проспекта эмиссии. Величина этой стоимости является относительно произвольной, но тот или иной умысел при ее определении безусловно имеется. Устанавливается при эмиссии акций АО и отражается на титульной стороне бумажного варианта акции или акционерного сертификата либо в безбумажной (бездокументарной) электронной форме этих ценных бумаг. Номинальная стоимость акции со временем может меняться. Например, акции «Газпрома» в самом начале размещения имели номинал 1 000 руб., затем 10 руб., а с 30 декабря 1998 г. – 5 руб. при неизменном количестве выпущен-

ных в обращение обыкновенных акций. Номинал акций «Роснефти» – 0,01 руб.

Величина номинала акций имеет принципиально важное значение для учредителей АО, так как только они могут приобретать его акции по номинальной стоимости до тех пор, пока эти акции свободно не размещаются среди покупателей и не котируются на биржевом и / или внебиржевом организованных рынках, т.е. не имеют цены размещения и рыночной цены. К чему приводит такое положение, можно видеть по копеечным и рублевым номиналам акций самых крупных РАО (АО) страны.

#### 2. Стоимость (цена) размещения, подписная цена акций

Этот вид стоимости называют также эмиссионной стоимостью акций. Цена размещения – это рыночная цена акции, по которой она запускается в обращение, т.е. поступает в свободную продажу для корпоративных и частных покупателей.

АО самостоятельно определяет стоимость размещения своих акций, которая, как правило, не может быть и не бывает ниже их номинальной стоимости, и продает эти акции всем желающим по такой установленной цене, пока они не начнут котироваться на рынках ценных бумаг и не приобретут текущую рыночную стоимость.

При дополнительной эмиссии акций АО цена размещения этих акций определяется их текущей рыночной ценой на фондовых биржах, но в некоторых особых конкретных случаях она может быть ниже нее не более чем на 10% [4].

Для приобретателей акций цена их размещения играет роль номинальной стоимости этих ценных бумаг, так как только по этой цене можно определять эффективность осуществленных инвестиций на рынке акций, приносящих инвестору доход или убытки. Продавцы акций также могут рассматривать эту цену в качестве номинальной, так как только на ее основе определяется доходность или убыточность продажи этих ценных бумаг.

Несколько примеров цен размещения акций. РАО «Газпром» размещал свои акции по ценам, которые в разных регионах страны были разными:

- в г. Москве – 200 руб.;
- в Московской области – 14,286 руб.;
- в Нижегородской области – 5 руб. за каждую, т.е. по цене в два раза ниже номинала (редкий случай).

Зачем так делалось – отдельный вопрос.

Стоимость размещения акций «Роснефти» была около 203 руб. (сравните с номиналом 0,01 руб. и подумайте, что это означает при эмиссионном доходе 202,99 руб. и в чьих интересах это было сделано?).

#### 3. Балансовая (бухгалтерская, книжная, учетная) стоимость акций

Характеризует величину собственного капитала АО, принадлежащего на одну размещенную им обыкновенную акцию, зависит от количества выпущенных акций и реально накопленной суммы капитала за все прошедшее время функционирования АО. В собственный капитал АО включается уставный капитал, резервный (прибавочный) капитал, а также нераспределенная прибыль текущего года и прошлых лет.

По балансовой стоимости акции учитывают на соответствующих счетах бухгалтерского учета в АО в соответствии с принятой в обществе учетной политикой.

#### 4. Текущая рыночная стоимость (котировка) акций

Текущая рыночная (курсовая) стоимость акций – это стоимость, по которой они свободно продаются и покупаются на фондовом (биржевом и / или внебиржевом) организованном рынке акций в конкретный момент календарного времени. Этот вид стоимости акций определяется при их обращении на вторичном рынке ценных бумаг АО и формируется под воздействием текущих характеристик спроса и предложения на эти акции.

Обычно многие участники рынка ценных бумаг АО согласны платить за приносящие текущий доход либо за явно недооцененные акции ту цену, которую запрашивает продавец.

Текущая рыночная стоимость акций и размах ее колебаний существенно зависят от возраста и стадии экономического состояния АО. Эта зависимость подробно показана в табл. 39 учебника Я.М. Миркина по ценным бумагам и фондовому рынку [2]. Попытка учета размаха колебаний курсовой стоимости акций при оценке капитализации компаний была предпринята в статье [1]. Акции наиболее эффективно работающими АО называют «голубыми фишками». Курсовую стоимость этих «фишек» в нашей стране, к сожалению, устанавливает не фондовый рынок, ее контролируют владельцы наиболее крупных пакетов таких акций, в основном члены совета директоров этих АО, результатом не афишируемых усилий которых на рынках ценных бумаг акционерных компаний ограничено обращаются менее 10% выпущенных акций, когда спрос на них не удовлетворяется предложением. Контроль рынка таких акций позволяет инвестиционным «акулам» скупать их по дешевой цене, предварительно добываясь ее падения до приемлемого для них уровня, а продавать в дозированном количестве – по дорожной, когда их котировка, благодаря соответствующей политике тех же «акул» на рынке акций, существенно подросла. Отсюда можно сделать вывод о том, что курсовая стоимость и размах колебаний цены акций ряда крупных АО – монополистов зависит не столько от рыночной стоимости имущественно-земельных комплексов этих компаний, от результативности и экономической эффективности их работы, как должно быть, сколько от личных интересов тех, кто, попеременно бывая на биржах то «медведями», то «быками», систематически фиксирует прибыль, управляя этой стоимостью и размахом ее колебаний с молчаливого согласия власть имущих, включая службу финансового мониторинга рынка ценных бумаг.

«Объедки с барского стола» таких авторитетных управленцев иногда достаются мелким, рядовым биржевым спекулянтам.

В сложившейся ситуации законодатели и руководство страны должны принять меры, ограничивающие возможности крупных биржевых спекулянтов управлять ценами акций, и особенно «голубых фишек», на действующих рынках ценных бумаг, и это тем более необходимо сделать потому, что государство, как правило, владеет контрольными пакетами акций бюджеттообразующих АО и не должно быть заинтересовано в том, чтобы кто-то манипулировал ценами этих акций в

собственных интересах, не считаясь с интересами страны и ее народа. На фондовых рынках Запада такие меры предусмотрены и принимаются.

Сегодня более корректно, более грамотно и точнее называть текущую стоимость акций не рыночной, а спекулятивной, и это положение нужно поправлять, например, путем введения для них различных категорий качества по степени управляемости объемами их продаж и ценой.

В средствах массовой, деловой и специальной информации, а также в Интернете, кроме установленных котировок акций, обычно указываются курсовые стоимости акций при открытии и закрытии торговых сессий, курс изменений их стоимости в процентах по сравнению с предыдущими котировками:

- при росте курса со знаком плюс, а при падении – со знаком минус;
- текущая доходность акций в процентах;
- прогноз котировок акций на конец года в долларах;
- потенциал их роста в процентах.

Два последних показателя явно относятся к области фантазии, без которых было бы лучше обойтись, тем более потому, что по этим показателям в тех же средствах информации принимать решения о покупке, удерживании или продаже акций не рекомендуется.

#### 5. Размах колебаний (диапазон колебаний или разброса) котировок акций в течение определенных периодов календарного времени

Размах колебаний значений текущей курсовой стоимости акций компаний, попавших в листинг фондовых бирж, в газете «РБК daily» указывается за период в 52 недели до текущего дня. Еще лучше, на наш взгляд, было бы брать период календарного времени, равный всему предыдущему сроку обращения рассматриваемых акций на фондовом рынке.

Диапазон разброса значений текущей стоимости акций характеризуется цифрами максимума и минимума их котировок за принятый период времени.

В качестве примера представлены данные о размахе колебаний котировок акций двух крупнейших компаний нашей страны по состоянию на 12 января 2010 г. в рублях (табл. 1).

Таблица 1

##### РАЗМАХ КОЛЕБАНИЙ КОТИРОВОК АКЦИЙ

Показатель	За 52 недели			Размах колебаний
	Котировка	Максимум	Минимум	
«Газпром»	194,49	200,45	101,49	1,975
«Роснефть»	271,70	261,40	102,59	2,573

В расширенной ретроспективе (104 недели, 156 недель и т.д.) размах рассматриваемых колебаний был еще значительней. Например, известно, что в 2006 г. стоимость акций «Газпрома» в отдельные дни превышала 300 руб. за акцию. В первые годы котировки этих акций на фондовом рынке, когда этот монополист сам скупал свои акции, их стоимость опускалась значительно ниже 100 руб., т.е. величина размаха колебаний их котировок превышает цифру 3,0.

Приведенные соотношения убедительно показывают, что текущая, так называемая рыночная, а на самом деле спекулятивная стоимость одной акции, а также «ры-

ночная» – спекулятивная капитализация компаний – никак не связана с действительной рыночной стоимостью их физических (материальных) и интеллектуальных (нематериальных) активов. На отечественных биржах акции представленных на них компаний, как правило, недооценены и зачастую весьма существенно. Здравомыслящие собственники компании никогда не станут продавать ее по «рыночной» капитализации, не убедившись в том, что она выше или хотя бы равна реальной рыночной стоимости ее имущественно-земельного комплекса. Покупатели такой компании также не купят ее по капитализации, если она равна или выше рыночной стоимости рассматриваемого АО.

Есть все основания полагать, что при соблюдении норм экономической этики и морали, норм нравственности и порядочности, расчетные показатели рыночной капитализации и фундаментальной рыночной стоимости компаний не должны заметно отличаться друг от друга. Равновесие между ними – залог взаимовыгодности торговых сделок, связанных с покупкой и продажей компаний.

Размах колебаний биржевых котировок акций характеризует уровень спекулятивности, пределы контролируемой результатов торговых сессий на фондовых рынках.

Движение котировок акций бывает слабоуправляемым, спорадическим (вверх – вниз) вокруг какого-то установившегося значения, и более управляемым, трендовым, циклическим, волнообразным, когда более или менее продолжительные по времени стадии падения (снижения) котировок сменяются стадиями их сравнительно длительного роста. В периоды тех и других стадий опытные биржевые игроки, своевременно покупая падающие в цене и продавая растущие по стоимости акции, зарабатывают хорошие деньги.

## 6. Экономически и социально справедливая рыночная стоимость акций

Предлагаемый метод определения величины этого показателя, обозначенного как **Ссап**, подробно представлен в статье [3].

Концептуальная формула для расчета **Ссап** выглядит следующим образом:

$$Ссап = [(Слб + Снп + Сзу + Сис) * Кпс - Спал] / Чоап,$$

где

**Слб** – справедливая рыночная стоимость производственно-технической базы предприятия;

**Снп** – справедливая рыночная стоимость непрофильных активов предприятия, если они имеются;

**Сзу** – справедливая рыночная стоимость земельного участка предприятия либо прав на бессрочное или временное владение и пользование этим участком;

**Сис** – справедливая рыночная стоимость инфраструктуры предприятия, если таковая существует;

**Кпс** – коэффициент к заключенному в скобки показателю справедливой рыночной стоимости рассматриваемого предприятия **Спр**, учитывающий справедливую стоимость неосязаемых нематериальных активов этого предприятия и синергетический эффект от сложения вместе структурных элементов (драйверов) этой стоимости;

**Спал** – суммарная стоимость всех выпущенных привилегированных акций предприятия;

**Чоап** – общее число всех эмитированных обыкновенных акций данного предприятия.

Значения всех перечисленных выше показателей определяют на дату проведения их расчета. Единица измерения всех этих показателей, за исключением **Кпс**, – тысячи денежных единиц, в основном – тыс. руб.

При грамотно полученных исходных данных и правильно рассчитанных значениях драйверов стоимости **Ссап** окончательный результат определения ее величины вызывать сомнения не будет.

В соответствующей учебной и монографической научной литературе указывается о существовании некоторой не наблюдаемой открыто, но ощущаемой профессиональными оценщиками теоретической (настоящей, фундаментальной, действительной, истинной) стоимости (цены) акций, котирующихся на фондовых рынках, которую можно определить с помощью нескольких предлагаемых простейших математических моделей исковой стоимости. Одна из таких моделей базируется на предполагаемой величине дивидендов, которые могут быть получены в результате обращения тех или иных акций на рынке. Читать этот псевдонаучный мистический бред довольно грустно, но в ближайшее время от него вряд ли откажутся.

Представляется, что в настоящее время роль теоретической стоимости – цены обыкновенных акций компаний может успешно выполнять показатель **Ссап**, по крайней мере до тех пор, пока не будет предложен другой, более совершенный показатель.

К сожалению, показатель **Ссап** не отличается продолжительной стабильностью:

- меняется экономически справедливая рыночная стоимость компании по мере ее старения, а также в результате деления, слияния или поглощения, использования других способов управления этой стоимостью;
- меняется величина **Чоап** в результате дополнительных эмиссий акций – изменяется и величина **Ссап**.

Однако по сравнению с ежедневным изменением текущих котировок акций компаний этот показатель является относительно постоянным.

## 7. Текущая фактическая и нормативная (экономически справедливая, потенциальная) доходность акций

Эти показатели характеризуют такое важнейшее ключевое экономическое качество акций, как их фактическая и нормативная доходность, и традиционно оцениваются в процентах.

Определяются они по нижеследующим соотношениям:

$$Даф = [(Стра - Сра) / Сра] * 100\% \text{ и } Дан = [(Ссап - Сра) / Сра] * 100\%,$$

где

**Даф** и **Дан** – соответственно значения фактической и нормативной доходности данных акций, проценты;

**Стра** – текущая курсовая стоимость данных акций, руб.;

**Сра** – стоимость размещения данных акций на фондовой бирже, руб.

Естественно, что при изменении котировок акций **Стра** и показателей **Ссап**, соответствующим образом меняются показатели **Даф** и **Дан**.

Обычно положительная разница в величине показателей **Дан** и **Даф** характеризует потенциал изменения значений показателя **Даф** в сторону увеличения, т.е. потенциал роста фактических значений доходности акций до его нормального, экономически обоснованного значения. Если рассматриваемая разница отрица-

тельна, то фиксируют потенциал возможного падения фактической доходности акций до уровня их нормативной доходности.

### 8. Уровень соответствия текущей стоимости акций их справедливой стоимости

Этот аналитический показатель характеризует экономическое и социальное качество акций с точки зрения уровня их оцененности на фондовом рынке и важен для продавцов и покупателей ценных бумаг этого класса.

Величину этого показателя ( $Ус$ ) в долях единицы или в процентах определяют по соотношению:

$$Ус = Стпа / Ссап$$

или

$$Ус = (Стпа / Ссап) * 100\%$$

Если величина  $Ус$  меньше 1,0 (100%), то это означает, что данные акции недооценены. В таких случаях потенциал дооценки – роста их стоимости равен разности  $1 - Ус$ . Чем больше величина этой разности, тем больше оснований для приобретения таких акций и меньше – для их продажи.

Акции, у которых величина этой разницы невелика, как правило, целесообразно какое-то время придержать – до момента их возможного и ожидаемого подорожания.

Редко встречающиеся переоцененные акции с потенциалом снижения их стоимости при положительной величине разницы  $Ус - 1$  следует продавать, особенно если нужны деньги для более выгодных или неотложных покупок.

### 9. Выкупная стоимость акций

Потребность в установлении выкупной стоимости акций, имеющих в основном на руках акционером-миноритариев, возникает тогда, когда стоит вопрос о продаже или реорганизации АО. Определение выкупной стоимости акций должно производиться независимым профессиональным оценщиком с учетом их текущей рыночной стоимости по заказу общего собрания акционеров АО. Результат оценки выкупной стоимости акций должен быть утвержден советом директоров акционерного общества.

### 10. Ликвидационная стоимость акций

Ликвидационная стоимость обыкновенных акций АО определяется только после прекращения его функционирования. Общая величина этой стоимости определяется как разница между стоимостью всех активов общества и его долговыми обязательствами перед внешними кредиторами. Из этой разницы вычитается ликвидационная стоимость привилегированных акций АО, если они выпускались в обращение.

Ликвидационная стоимость обыкновенных акций – это доля упомянутой выше разницы в расчете на одну такую акцию.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Приведенные выше показатели можно распределить в группы, различающиеся по назначению, важности и частоте их использования. 1-й, 2-й, 3-й, 4-й и 6-й показатели образуют группу ключевых показателей стоимости обыкновенных акций АО первого эшелона важности, признания, распространения и частоты использования участниками рынка акций.

9-й и 10-й показатели состоят в группе ключевых показателей стоимости обыкновенных акций АО второго эшелона важности и частоты использования специалистами рынка ценных бумаг компаний. 5-й, 7-й и 8-й показатели являются аналитическими и принадлежат к группе ключевых показателей экономического и социального качества обыкновенных акций АО. Тщательный финансово-экономический анализ, систематический мониторинг величины этих показателей позволяет держателям, продавцам и покупателям акций тех или иных входящих в листинг фондовых бирж компаний принимать экономически обоснованные коммерческие и инвестиционные решения.

Кроме ключевых показателей стоимости обыкновенных акций существуют и при необходимости используются многие другие показатели этой стоимости: конверсионная (меновая), страховая, залоговая, дисконтированная, с учетом премий и скидок и др. Области применения неключевых показателей стоимости акций четко специализированы, пользователи этих показателей встречаются нечасто, но они есть.

При необходимости список ключевых показателей стоимости и качества акций АО может уточняться и расширяться. Предложения по этому вопросу будут с благодарностью приняты.

### Литература

1. Гвоздик А.А., Тришин В.Н. О выборе предприятий-аналогов для сравнительного метода оценки действующего предприятия (бизнеса) и согласовании результатов различных подходов [Текст] / А.А. Гвоздик, В.Н. Тришин // Имущественные отношения в РФ. – 2003. – №2. – С. 68-78.
2. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок [Текст] : учеб. – М. : Перспектива, 1995. – 532 с.
3. Ревуцкий Л.Д. Вымышленная «справедливая» и экономически справедливая стоимость акций предприятия [Текст] / Л.Д. Ревуцкий // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – №6. – С. 415-418.
4. Рынок ценных бумаг: теория и практика [Текст] / под ред. В.А. Галанова. – М. : Финансы и статистика, 2008. – 752 с.

### Ключевые слова

Обыкновенная акция; стоимость; цена; номинал; размах колебаний; доходность; текущая и справедливая стоимость; капитализация; спекулятивность; управляемость; потенциал роста и снижения стоимости.

*Ревуцкий Леопольд Давыдович*

### РЕЦЕНЗИЯ

Есть все основания полагать, что известные аномалии, характерные для рынка акций в нашей стране и за рубежом, являются одной из основных причин частоты и глубины возникающих экономических кризисов. Когда суммарные стоимости всех пакетов акций, и особенно деривативов в мире, во много раз превышают реально имеющиеся капиталы, появление кризисов неизбежно. К сожалению, рынок акций и производных ценных бумаг управляется теми, кто может это делать. При этом стоимость акций и нормальные цены этих бумаг поддаются определению. Автор рассматриваемой статьи перечисляет справедливые ключевые показатели стоимости и качества акций и предлагает меры того, как избавляться от наиболее одиозных аномалий на фондовых рынках.

Материал статьи замечаний не вызывает, полезен для участников рынка акций предприятий и заслуживает опубликования в научных журналах.

*Котилко В.В., д.э.н. профессор, академик РАЕН*

### 3.18. KEY INDICATORS OF COST AND QUALITY OF ORDINARY SHARES IN ENTERPRISES

L.D. Revutsky, Ph.D., Senior Researcher, Consultant  
Management Audit and Evaluation Capacity, Level of  
Economic Development and Enterprise Value

Are 7 key indicators of value, and 3 key analytical indicator of the economic and social quality of ordinary shares (enterprises, companies).

Particular attention is paid to methods of determining the economically and socially fair market value of company stock and assess the amplitude fluctuations of stock price on the stock exchanges.

To formulate and adopt measures aimed at restricting the opportunities for large-scale speculation in stock markets.

#### Literature

1. Gvozdik A.A. On the choice of enterprise-analogs for a comparative method for assessing the current enterprise (business) and the harmonization of the various approaches [Text] / A.A. Gvozdik, VN Trishin / property relations in Russia. - 2003. - № 2. - p. 68-78.
2. Mirkin J.M. Securities and stock market [Text]: text. - M.: Perspective, 1995. - 532 p.
3. Revutsky L.D. Fictional "fair" and economically fair value of the shares [Text] / LDRevutsky / audit and financial analysis. - 2009. - №6. - p. 415-418.
4. The Securities Market: Theory and Practice [text] / ed. V.A. Galanova. - Moscow: Finance and Statistics, 2008. - 752.

#### Keywords

Ordinary share; price; price; face value; peak-; profitability; and the current fair value; market capitalization; speculativeness; manageability; growth potential and reduce costs.